

Newsletter September 2017

Ein sehr persönlicher Newsletter

Einige haben es bemerkt: Mit der Juli-Ausgabe hat sich die Signatur geändert. Ich zeichne nicht mehr als Geschäftsführender Partner, sondern als Senior Partner.

Was ist ein Senior Partner? Zunächst einmal hat die Bezeichnung etwas mit dem Alter zu tun, damit auch mit Erfahrung. Womit auch die Chance einhergeht, jene Art von Wissen nutzen zu können, das Michael Polanyi und Friedrich von Hayek als „Tacit knowledge“, als unausgesprochenes Wissen, bezeichnen, aber auch die Gefahr, die Bedeutung dieses Wissens zu überschätzen. Der Begriff hat auch etwas mit Funktion zu tun. Bei der Übergabe der Geschäftsleitung an meinen Nachfolger Markus Büchel, welcher am 1. Juli 2017 Geschäftsführender Partner der Unifinanz wurde, habe ich in Anlehnung an die Definition der Rolle der Monarchie in einer Demokratie durch Walter Bagehot den schwammigen Begriff definiert.

Der Senior Partner hat:

- Das Recht, konsultiert zu werden;
- das Recht, zu ermutigen;
- das Recht, zu warnen;
- die Pflicht, zu unterstützen.

Diese Definition ist zur Verfassung der Unifinanz geworden. Sie bewahrt die Erfahrung als wertvolle Resource, schützt aber vor deren Überschätzung. Gleichzeitig genieße ich unter ihrem Schutz die Freiheit, mich dem zu widmen, was mich stets am meisten gefesselt hat: Die Abläufe in komplexen sozialen Systemen, wovon die Börse eines ist.

In 558 Monaten habe ich an der Börse unter vielem anderen erlebt:

- Zwei globale Bärenmärkte in den 1970er-Jahren.
- Ein globaler Bull Market von 1982 bis 1990, durch einen Schrecken einjagenden, aber folgenlosen globalen Crash 1987 kurz unterbrochen.
- Eine Fortsetzung der Bullenmärkte in Nordamerika und Europa von 1990 bis 2000, in den asiatischen, damals sogenannten „Tiger-Staaten“, bis 1997.

- Eine spekulative Blase in Japan von 1988 bis 1989, gefolgt von einem ernüchternden Bärenmarkt bis 2003, während welcher Zeit der Nikkei von 38'915,87 auf 7'603,76 Punkte fiel.
- Eine spekulative Blase in Telecom-, Technologie- und Medien-Aktien 1998/99.
- Der globale Bärenmarkt in Aktien von 2000 bis März 2003, gefolgt von einem Bullenmarkt bis Mitte 2007.
- Ein globaler Bärenmarkt 2008 bis März 2009 (Sie haben richtig gelesen: Mitte 2007 bis anfangs 2008 war eine Transitionsphase zwischen einem Bullen- und einem Bärenmarkt).
- Ein Bullenmarkt ab März 2009, unterbrochen durch happige Rückschläge besonders in Europa 2011, 2015 und 2016.
- Zahlreiche Hausse- und Baisse-Märkte in mehreren Devisen.
- Eine Fülle ebenso hochtrabender wie grundfalscher Prognosen zu allen oben aufgeführten Vorgängen.

Die Liste ist spontan entstanden und daher nicht vollständig. Sie reicht jedoch aus, um ihren Zweck zu erfüllen: plakativ zu sein!

Was habe ich weggelassen? Das Umfeld. Die erste Bankenkrise ab August 1982, ausgelöst durch die sogenannte „Sovereign Loan Crises“, die 1990 erst durch die Ausgabe von Brady-Bonds gelöst wurde. Sie war nicht wirklich weniger „giftig“ wie jene von 2007/2008. Ölpreis-Explosionen in den 70er-Jahren, Energie-Knappheit, Schlangen an Tankstellen, Preisgabe des Bretton-Woods-Währungssystems, Preisgabe der Golddeckung des US-Dollars, Inflation, Stagnation, Ablösung des Fiskalismus durch den Monetarismus, um eine wesentliche geldpolitische Revolution in kurze Worte zu fassen. Vieles andere mehr habe ich weggelassen, weil das für mich alles nur Lärm ist. Was zählt ist für mich nicht was im Umfeld geschieht, sondern was durch die Köpfe von Millionen von Menschen geht, bevor sie Handlungen an den Finanzmärkten ausführen, und die Wirkung dieser Handlungen auf die Reziprozität der Auswirkungen zwischen Börse und Wirtschaft sowie Wirtschaft und Börse.

Jeder Bullen- und jeder Bärenmarkt wurde von gegenläufigen Bewegungen unterbrochen. Einige dauerten mehrere Monate und erreichten erhebliche Ausmasse, wie z.B. die Gegenbewegung im Nikkei von Oktober 1998 bis April 2000 mit einem Plus von 62,91%. Es folgte danach ein Rückgang um 63,5% von 20'833,21 auf 7'603,76 Punkte.

Die grösste Herausforderung – die nur teilweise zu bewältigen war – bestand darin, eine gewisse „arrogante Indifferenz“ gegenüber Volatilitäten zu entwickeln, die keine Konsequenz für den jeweiligen Trend hatten, und die Einsichten rücksichtslos umzusetzen, die sich aus den Arbeiten von Nobelpreisträger Friedrich von Hayek, Marktpraktiker Alan Shaw und meinen eigenen Beobachtungen ergaben. Lassen Sie mich versuchen, diese zusammenzufassen in einen simplen

KANON des Praktikers:

1. Trends dauern viel länger als fast alle annehmen;
2. Bewegungen gegen Trends sind solange Trends anhalten zu ignorieren;
3. wenn Trends drehen, stimmen Finanzsystem und Wirtschaftssystem nicht überein;
4. Finanzmärkte nehmen ökonomische Entwicklungen vorweg, brauchen später die Bestätigung durch die ökonomischen Daten und koppeln sich schliesslich von den Fundamentaldaten ab;
5. Indizes drehen ihre Trends nicht ohne Vorwarnung. Die Vorwarnungen bestehen in Form signifikanter Volatilitätsveränderungen, die entweder als Akzelerationen, als zeitraubende trendlose Volatilität oder als Kombination dieser beiden Erscheinungen wahrgenommen werden können. Schrumpfende Marktbreite geht in der Regel beiden Varianten während mehrerer Monate voraus;
6. der Wunsch, Rückschläge in Aufwärtstrends zu vermeiden bzw. an Erholungen in Abwärtstrends teilzunehmen führen fast immer zu Ineffizienzen in Form von Verlust von Opportunitäten oder Geld. Dies weil im Gegensatz zu Trendwenden Beginn und Ende von Bewegungen gegen etablierte Trends nicht klar erkennbar signalisiert werden;
7. idealerweise wird die Allokation von der Wende eines Abwärtstrends bis zur Wende eines Aufwärtstrends nicht verändert;

8. Während Trends wenden entstehen Opportunitätskosten die bis zur nächsten Wende nicht aufgeholt werden können, d.h.
 - Die Wende eines Aufwärtstrends wird erst unterhalb der Höchstkurse erkennbar, weswegen die Reduktion der Mittelallokation unterhalb der Höchstpreise eines Trends erfolgt.
 - Die Wende eines Abwärtstrends wird erst oberhalb der Tiefstkurse erkennbar.
 - Opportunitätskosten entstehen deshalb, weil eine gewisse Zeit vergeht, bis der Übergang eines Trends in eine Richtung in einen Trend in die andere Richtung abgeschlossen ist und erkannt werden kann.
 - „kaufen und halten“ ist deswegen unsinnig, weil es nicht nur Bullenmärkte, sondern auch Bärenmärkte gibt.

Intellektuell ist es leicht zu postulieren, Aufwärtstrends seien auszuschöpfen und Abwärtstrends zu vermeiden. Mental ist dies jedoch sehr schwierig. Am schwierigsten ist es, zu akzeptieren, dass Verlass ist auf sehr einfache Regeln in einem komplexen sozialen System wie die Finanzmärkte, wo einheitliche Informationen durch Millionen von Gehirnen mit unterschiedlichem Wissen entschlüsselt werden. Die Interpretation der gleichen Information durch unterschiedliches Wissen schafft Komplexität. Komplexität kann nicht auf die Einzelteile eines Systems reduziert werden um zu bestimmen, welche Konsequenzen sich aus der Interaktion dieser Einzelteile ergeben – einfach deswegen nicht, weil die Summe eines sozialen Systems mehr ist als seine Einzelteile. Daher hatte der brillante Friedrich von Hayek Recht, als er sagte, dass es in einem komplexen System darum gehe, das Richtige zu tun ohne wissen zu können, warum es das Richtige sei. Es ist genau dieser Aspekt, der es für intelligente Leute so schwierig macht, einfache Regeln unter dem Regime der Komplexität zu akzeptieren.

Dies ist ein grosses Thema, denn in Tat und Wahrheit hat die Finanzwissenschaft bis vor kurzem wenig bis fast nichts geboten womit in der Praxis Erfolg zu erzielen wäre. Markowitz hat nur quantifiziert, was ich von meinem Grossvater in Form seiner unvergesslichen Narrativen bereits gelernt hatte. Die Effizienzmarkthypothese brachte uns bei, wir hätten an den Finanz- und Kapitalmärkten etwa den gleichen Spielraum wie ein auf dem Rücken liegender Käfer. Warum man, um Portfolios als Index-Kopien zu erstellen, einen akademischen Grad in mühsamen Studium erarbeitet sollte, habe ich bis heute nicht verstanden. Keynes gab den Skeptikern mit einigen griffigen bon mots

Munition. Hayek eröffnete die Augen für Fragen, gab Antworten, die aber, mangels Quantifizierung, nicht zu überprüfen waren. Finanzwissenschaft wurde relevant mit Behavioral Finance, Neuro-Finance, der Adaptive Market Hypothesis und Evolutionary Finance.

Dr. Heinz-Werner Rapp, Mitglied der Geschäftsleitung von FERI AG und Gründer des FERI Cognitive Finance Institute (www.feri-institut.de/) und ich haben uns zusammengetan und unsere Gedanken in Form eines Buches zusammengefasst, welches dieser Tage im Springer Gabler Verlag erschienen ist. *Finanz und Wirtschaft* wird einen dreiteiligen Auszug darüber bringen. Das Buch analysiert die bisherige finanzwissenschaftliche Entwicklung und stellt eine Konzeption her, wie die nun begonnene interdisziplinäre Forschung weitergehen kann, um praxisrelevante Maßstäbe zu setzen.

Ist Praxisrelevanz erforderlich? Ja. Die Standardtheorie ist – und dies wird mittlerweile von vielen Finanzwissenschaftlern selbst anerkannt – einer der Bausteine für die Krise von 2007 gewesen. Es waren nicht nur korrupte Banker, die nicht bloss das Finanzsystem, sondern mit ihm die gesamte Weltwirtschaft und schlussendlich die Demokratie in Gefahr brachten, sondern es war auch deren Ausbildung, die sie in die Praxis mit dem Glauben entliess, Finanzmärkte würden sich stets selber regulieren und ein Gleichgewicht finden. Das ist grundfalsch. Die Zeiten für einen Aufbruch in eine neue akademische und praktische Finanzwelt sind gekommen. Es geht nun darum, die Interdisziplinarität, die Harvard Professor für Psychologie Howard Gardner bereits vor 30 Jahren postulierte, auf ein strategisches Ziel zu bündeln, welches der Praxis nicht zeigt, wie man Geld verdient, sondern lehrt, wie das komplexe System Börse grundsätzlich funktioniert damit die Praxis verschiedene Ansätze entwickeln kann, die sich gegenseitig ausgleichen und damit die Krisenanfälligkeit des Systems massiv reduzieren.

Unifinanz Trust reg.
Alfons Cortés
Senior Partner

Research & Monitoring

Mehr Informationen zu unserer
Dienstleistungspalette auf
www.unifinanz.li

